太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

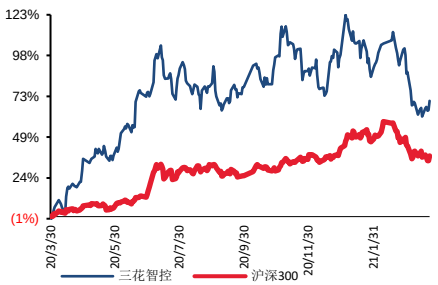
2021-03-28
公司研究报告
增持

三花智控(002050)
目标价：25
昨收盘：21.16

工业 资本货物

2020 收入符合预期，看好新能源赛道长期增长潜力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,592/3,520
总市值/流通(百万元)	76,008/74,489
12 个月最高/最低(元)	27.68/16.07

相关研究报告：

三花智控（002050）《【太平洋汽车团队】三花智控 - 新项目多点开花，持续验证龙头地位》--2021/02/10

三花智控(002050)《三花 Q3 业绩点评【太平洋汽车团队】》--2020/10/21

三花智控（002050）《不惧压力，重金研发打造长期竞争力》--2018/10/28

证券分析师：白宇
电话：010-88695257
E-MAIL：baiyu@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518020004

证券分析师：赵水平
电话：15601632638
E-MAIL：zhaosp@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190520040001

事件：公司发布年报，全年实现营业收入 121 亿，同比+7.29%；归母净利润 14.7 亿，同比+2.88%；毛利率 29.8%，同比去年+0.2pct；净利率 12.17%，同比-0.53pct。Q4 实现营收 35.17 亿，同比+31.87%，环比+7.39%，Q4 毛利率高达 32.53%，同比去年 Q4 增加+0.18pct，环比 Q3 增加+2.39pct。

1、**公司全年业绩分析：**公司全年实现营业收入 121 亿，同比+7.29%，虽然上半年受疫情影响拖累业绩，但是下半年开始发力，致使全年业绩保持持续增长。公司全年归母净利润 14.7 亿，净利率 12.17%，同比下滑 0.53pct； 但全年毛利率 29.8%，同比增长 0.2pct，主要是因为四费相比去年有所增加。其中，管理费用 6.31%，同比去年增加 1.03pct，主要是职工薪酬，股份支付薪酬等各项因素驱使，均有提高。财务费用相比去年同期增加 1.13pct，主要是汇兑损失高达 1.12 亿，相比去年多损失 1.47 亿。研发费用占比 4.28%，费用为 5.2 亿，与去年 5.3 亿比较接近；销售费用占比 4.98%，同比减少-0.22pct。综合来看，公司全年业绩符合预期。

2、**汽车零部件业务实现 24.69 亿营收，同比大幅增长 49.55%：**公司作为新能源汽车热管理龙头企业，2020 全年实现收入 24.69 亿，大幅增长 49.55%，业绩兑现期已到。汽零业务毛利 29.7%，同比去年下滑 0.94pct。主要是上半年受疫情影响，工厂固定成本摊销以及费用导致毛利略低，为 28.91%，下半年运营逐渐恢复，规模效应恢复，从而毛利水平实现提高。我们预计公司未来几年受益于新能化，汽零业务将会保持超高速增长，从陆续公布的定点项目可以看到公司已经逐渐成长为全球性的热管理企业，不仅国内拥有非常良好的客户资源，国外 BBA 也拓展顺利，未来有望成为全球热管理系统集成商。

3、**制冷空调电器业务全年维持稳定，微通道业务或具增长潜力：**公司 2020 年制冷空调电器零部件业务部实现营收 96.4 亿，同比去年 96.36 亿收入维持稳定。也是在下半年开始发力，克服了上半年疫情的影响。同时，家电业务毛利率 29.83%，同比去年 29.42%增加 0.41pct，说明公司相关业务已经较为成熟且稳定。微通道业务主要指大型中央空调，用在冷柜，冷链物流中，我们预计全球冷链

有 200 亿左右的市场空间，公司在 2018 年相关业务收入为 12 亿，我们预测随着国内外客户成本优化，公司市占率有望进一步提高，具有极大的增长潜力。

投资建议：公司致力于新能源汽车热管理领域，未来成长空间大。预计 21/22/23 年归母净利润 20.8/24.8/28.5 亿。

风险提示：客户销量不及预期，新能源普及不及预期，竞争加剧。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12110	16481	19578	22176
(+/-%)	7.29	36.09	18.79	13.27
净利润(百万元)	1462	2083	2481	2852
(+/-%)	2.88	42.49	19.08	14.95
摊薄每股收益(元)	0.41	0.58	0.69	0.79
市盈率(PE)	51.98	36.48	30.64	26.65

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,664	3,490	1,319	4,601	4,302
应收和预付款项	4,129	4,826	7,339	7,125	9,258
存货	2,181	2,308	3,747	3,503	4,634
其他流动资产	84	209	798	364	457
流动资产合计	10,051	11,584	13,202	15,592	18,651
长期股权投资	15	15	15	15	15
投资性房地产	27	10	10	10	10
固定资产	3,380	3,839	3,670	3,501	3,332
在建工程	481	629	629	629	629
无形资产	526	508	487	467	447
长期待摊费用	9	24	15	7	0
其他非流动资产	270	391	245	302	313
资产总计	14,790	17,033	18,307	20,556	23,430
短期借款	1,296	383	284	0	0
应付和预收款项	2,903	3,799	4,858	5,539	6,362
长期借款	393	1,708	11	0	0
其他负债	611	859	663	711	744
负债合计	5,425	6,880	6,094	6,461	7,313
股本	2,766	3,592	3,592	3,592	3,592
资本公积	1,091	315	315	315	315
留存收益	5,838	6,529	8,196	10,056	12,053
归母公司股东权益	9,292	10,065	12,103	13,964	15,960
少数股东权益	74	88	110	132	157
股东权益合计	9,365	10,153	12,213	14,096	16,117
负债和股东权益	14,790	17,033	18,307	20,556	23,430

现金流量表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	1,900	2,087	(1,266)	4,264	544
投资性现金流	223	(795)	792	40	40
融资性现金流	(734)	(396)	(1,697)	(1,022)	(883)
现金增加额	1,398	880	(2,171)	3,282	(299)

利润表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,287	12,110	16,481	19,578	22,176
营业成本	7,947	8,500	11,648	13,788	15,619
营业税金及附加	92	78	91	131	138
销售费用	589	603	830	994	1,115
管理费用	596	764	1,500	1,772	1,996
财务费用	(8)	129	4	40	23
资产减值损失	(28)	(59)	(4)	(9)	(9)
投资收益	25	89	40	40	40
公允价值变动	28	32	0	0	0
营业利润	1,664	1,702	2,454	2,903	3,334
其他非经营损益	(1)	(10)	(11)	(9)	(11)
利润总额	1,663	1,692	2,443	2,894	3,324
所得税	229	219	338	391	446
净利润	1,434	1,473	2,105	2,503	2,877
少数股东损益	13	11	22	22	26
归母股东净利润	1,421	1,462	2,083	2,481	2,852

预测指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.60%	29.81%	29.33%	29.58%	29.57%
销售净利率	14.74%	14.05%	14.89%	14.83%	15.04%
销售收入增长率	4.17%	7.29%	36.10%	18.79%	13.27%
EBIT 增长率	14.73%	9.27%	4.86%	19.72%	14.09%
净利润增长率	9.97%	2.88%	42.49%	19.08%	14.95%
ROE	15.30%	14.53%	17.21%	17.77%	17.87%
ROA	9.69%	8.65%	11.50%	12.18%	12.28%
ROIC	15.78%	21.80%	27.48%	22.73%	30.97%
EPS(X)	0.51	0.41	0.58	0.69	0.79
PE(X)	41.18	51.98	36.48	30.64	26.65
PB(X)	8.18	7.55	6.28	5.44	4.76
PS(X)	6.73	6.28	4.61	3.88	3.43
EV/EBITDA(X)	18.31	31.19	28.37	22.81	20.23

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。